

为何 2019 年基建投资增速反弹低于预期

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

chenyongyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

● 为何 2019 年基建投资增速反弹低于预期

2018 年年底的时候，市场普遍对基建投资增速回升至名义 GDP 增速附近存在共识，但 2019 年前三季度全口径基建投资增速 3.4%，不及名义 GDP 增速（7.2%）的一半。同时，交运、城乡社区事务等基建相关财政支出增速较 2018 年回升，前 10 月地方专项债累计发行 2.14 万亿元，发改委加快基建项目审批，加上基数不断下降，然而基建投资增速仅仅缓慢回升。

终身问责机制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。基建投资增速在 2018 年断崖式下滑。由于逆周期政策在过去被频繁使用，地方政府债务风险攀升，这也导致本轮政策会相对收敛。虽然政策要保障融资平台公司合理融资需求，也明确了地方政府隐性债务问责标准，但只要终身追责的机制还在，地方政府推基建的动力难以像过去一样大幅提升，地方政府基建项目审批规模上升速度要远慢于中央政府。

基建投资资金来源始终是问题。土地市场降温导致土地财政增收放缓，随着房企融资渠道收紧以及调控政策不放松，国有土地使用权出让收入增速从 2018 年全年的 25% 降至 2019 年 1-10 月的 6.9%，对政府性基金产生较大拖累；PPP 在经历退库清理后，项目质量得到提升，落地率和落地金额缓慢上升，因此这一资金来源可能延续上升的趋势，但仍然有限；非标融资在 2018 年一直处于收缩状态，虽然 2019 年非标缩量收窄，但整体依然负增长且还有 20 多万亿元存量待消化。虽然专项债放量，但大部分额度用于土储与棚改，用于基建的占比不高，而用在基建的 6000 多亿元的专项债中，很大一部分只是用于存量项目，而没有用于新增项目。同时，政府以专项债为支点，支持重大项目通过发行专项债为资本金，但目前这样的案例还比较少。

四大因素或推动 2020 年基建投资增速继续改善：（1）物价制约货币政策宽松程度，短期逆周期政策或更偏向财政政策。（2）2020 年专项债额度提前下达，明年初对基建项目支持力度可能较大。（3）专项债作为资本金的项目可能逐渐变多，同时，2019 年 11 月 13 日召开的国常会提出完善固定资产投资项目资本金制度，2019 年基建项目资本金缺乏的问题或在 2020 年得到缓解。（4）专项债仅仅是放量还不够，需要专项债用于新增基建项目，政策提到“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”、“重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：经济复苏预期升温，谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告：债市大跌，未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告：4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告：对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告：未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告：两会前瞻：期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告：全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告：1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告：逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告：本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告：汽车、家电消费政策出台后，消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告：承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

目 录

1、 为何 2019 年基建投资增速反弹低于预期.....	3
2、 PMI 超季节性回升的四条线索.....	5
3、 一周高频数据观察.....	8
3.1、 生产指标回升.....	8
3.2、 原油价格下跌.....	8
3.3、 猪肉价格下跌.....	9
3.4、 一线城市房地产销售面积增速回落.....	9
3.5、 货币市场利率回升.....	9
3.6、 人民币汇率升值.....	10

图表目录

图 1: 基建投资增速低于名义 GDP 增速.....	4
图 2: 基建相关财政支出增速较 2018 年回升.....	4
图 3: 基建投资依赖非标.....	4
图 4: 虽然专项债放量, 但用于基建项目的比例不高.....	5
图 5: PMI 超季节性回升.....	6
图 6: 中国与全球 PMI.....	6
图 7: 次贷危机以来, 中国出现过经济企稳, 但持续时间都不长.....	7
图 8: 新出口订单指数领先出口当季同比 1 个季度.....	7
图 9: BCI 企业融资环境指数在 40%左右徘徊.....	7
图 10: 高炉开工率回升 (%).....	8
图 11: 原油价格下跌 (美元/桶).....	8
图 12: 猪肉价格下跌 (元/公斤).....	9
图 13: 房地产销售面积增速回落 (%).....	9
图 14: 货币市场利率上升 (%).....	10
图 15: 美元指数贬值.....	11
图 16: 人民币汇率升值.....	11
表 1: 央行公开市场操作 (2019.11.25-11.29).....	10

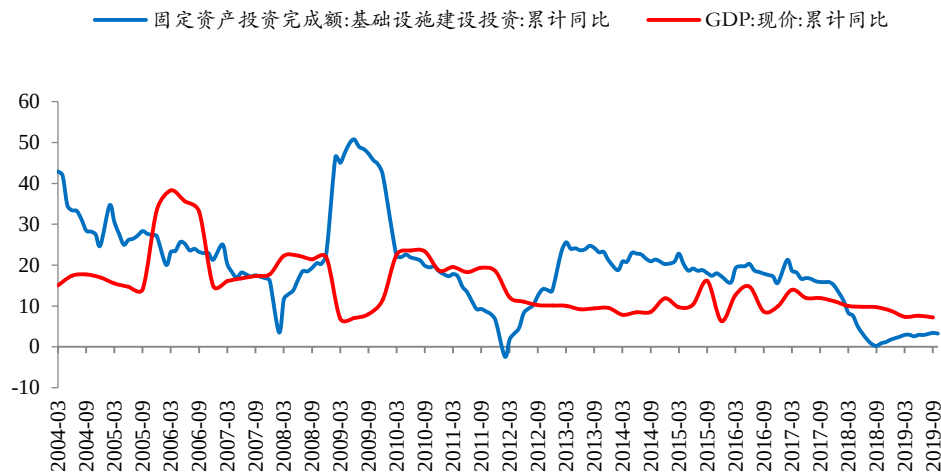
1、为何 2019 年基建投资增速反弹低于预期

2018 年年底的时候，市场普遍预期 2019 年房地产指标会有较大的滑坡，而对基建投资增速回升至名义 GDP 增速附近存在共识，但 2019 年前三季度全口径基建投资增速 3.4%，不及名义 GDP 增速（7.2%）的一半。同时，交运、城乡社区事务等基建相关财政支出增速较 2018 年回升，前 10 月地方专项债累计发行 2.14 万亿元，发改委加快基建项目审批，加上基数不断下降，然而基建投资增速仅仅缓慢回升。

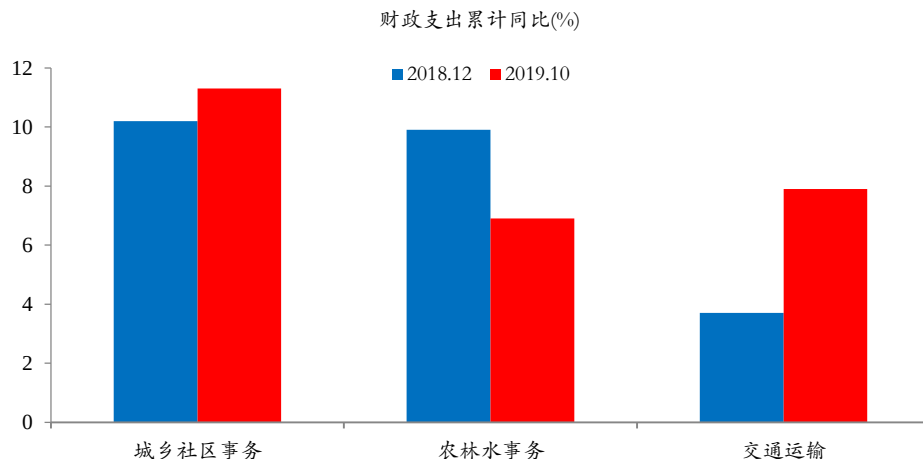
终身问责机制导致地方政府举债推基建变得更加谨慎。基建投资增速在 2018 年断崖式下滑，上一轮基建投资增速大幅下滑还是“四万亿”刺激后的 2 年。由于逆周期政策在过去被频繁使用，地方政府债务风险攀升，这也导致本轮政策会相对收敛。虽然政策要保障融资平台公司合理融资需求，也明确了地方政府隐性债务问责标准，但只要终身追责的机制还在，地方政府推基建的动力难以像过去一样大幅提升，地方政府基建项目审批规模上升速度要远慢于中央政府。

基建投资资金来源始终是问题。从基建投资资金来源来看，自筹资金占比较大，包括政府性基金、地方专项债、城投债、非标等。土地市场降温导致土地财政增收放缓，随着房企融资渠道收紧以及调控政策不放松，国有土地使用权出让收入增速从 2018 年全年的 25% 降至 2019 年 1-10 月的 6.9%，对政府性基金产生较大拖累；PPP 在经历退库清理后，项目质量得到提升，落地率和落地金额缓慢上升，因此这一资金来源可能延续上升的趋势，但仍然有限；非标融资在 2018 年一直处于收缩状态，虽然 2019 年非标缩量收窄，但整体依然负增长且还有 20 多万亿元存量待消化。虽然专项债放量，但大部分额度用于土储与棚改，用于基建的占比不高，而用在基建的 6000 多亿元的专项债中，很大一部分只是用于存量项目，而没有用于新增项目。同时，政府以专项债为支点，支持重大项目通过发行专项债为资本金，但目前这样的案例还比较少。

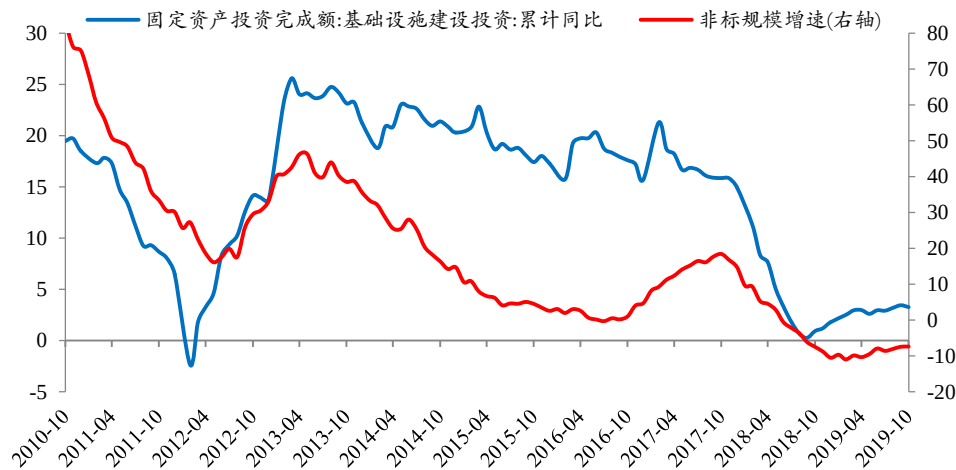
四大因素或推动 2020 年基建投资增速继续改善：（1）物价制约货币政策宽松程度，短期逆周期政策或更偏向财政政策。（2）2020 年专项债额度提前下达，明年初对基建项目支持力度可能较大。（3）专项债作为资本金的项目可能逐渐变多，同时，2019 年 11 月 13 日召开的国常会提出完善固定资产投资项目资本金制度，2019 年基建项目资本金缺乏的问题或在 2020 年得到缓解。（4）专项债仅仅是放量还不够，需要专项债用于新增基建项目，政策提到“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”、“重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”。

图1： 基建投资增速低于名义 GDP 增速

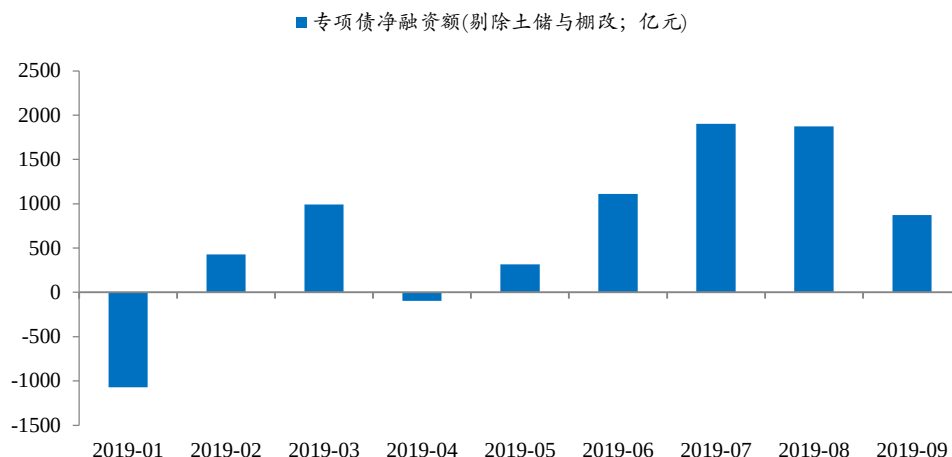
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 基建相关财政支出增速较 2018 年回升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 基建投资依赖非标

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 虽然专项债放量，但用于基建项目的比例不高

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、PMI 超季节性回升的四条线索

2019 年 11 月 PMI 从 49.3% 大幅回升 0.9 个百分点至 50.2%，升幅为今年以来次高并为 2008 年以来同期最高，即便剔除假期错位影响，PMI 升幅也超出季节性，在 PMI 超季节性回升的背后，关注以下线索：

(1) 当前中国、全球 PMI 以及各项经济指标的位置类似于 2015 年底-2016 年初。如果观察全球 PMI 与中国 PMI，发现它们均已来到 2015 年底-2016 年初的水平，全球 PMI 已经连续 3 个月回升，2019 年中国 PMI 波动较大，但没有像 2018 年那样单边下行，同时，从近年中国 PMI 表现来看，11 月 PMI 回升的年份经济不会太差，比如上一轮经济复苏的 2016-2017 年，经济存在短期企稳的可能。从其他指标来看，未来出口、基建投资、地产竣工、产成品库存、汽车产销、制造业投资的改善都可能是经济企稳的动力。当然，次贷危机以来，我国出现过经济企稳，但持续时间都不长，原因在于造成经济增速回落的因素并没有出现改变。

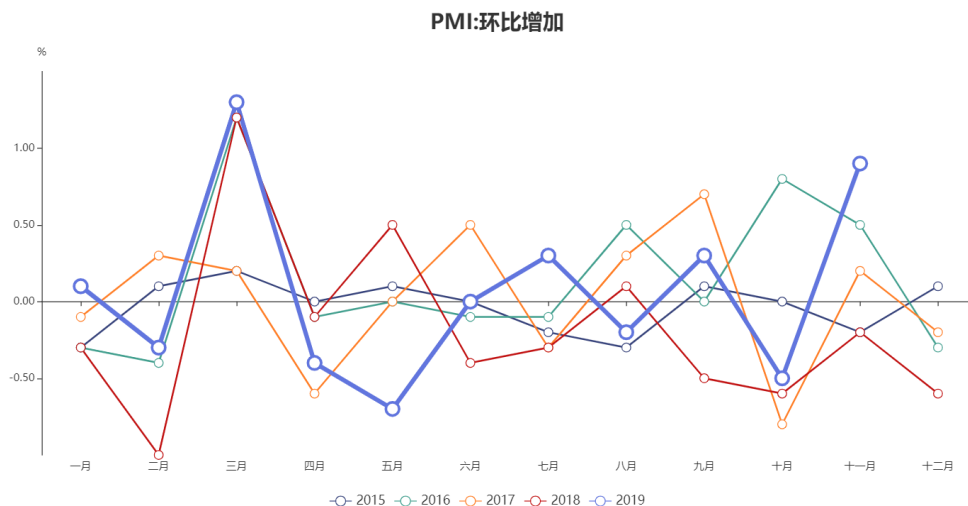
(2) 就业在缓慢改善，仍需降成本政策支持。11 月从业人员指数持平于 47.3%，环比增量与季节性相当，其中，大型企业就业继续改善，中小型企业就业回落。同时，11 月 BCI 企业融资环境指数降至 38.7%，下半年以来均在 40% 左右徘徊，统计局提到“调查结果显示，反映资金紧张的企业比重为 38.2%，高于上月 1.5 个百分点”，反映中小企业融资依然困难，后续降成本可能仍是货币政策重点，央行三季度货币政策报告提到“缓解局部性社会信用收缩压力”、“促进民营、小微信贷量增价降”、“确保小微企业融资成本下降”。

(3) 价格指数小幅回落，PPI 增速或将止跌回升。出厂价格指数从 48% 下降至 47.3%，原材料购进价格指数从 50.4% 下降至 49%，或与生产扩张快于新订单有关。同时，从高频数据来看，大宗商品价格指数 BPI 环比增速从 -0.05% 下降至 -1.9%。因此，11 月 PPI 环比增速可能小幅回落，但受低基数影响，PPI 同比增速大概率止跌回升。

(4) 新出口订单指数回升，外需将好于预期。11 月新出口订单指数回升 1.8 个百分点至 48.8%，以季度为单位，新出口订单指数大致领先出口当季同比 1 个季

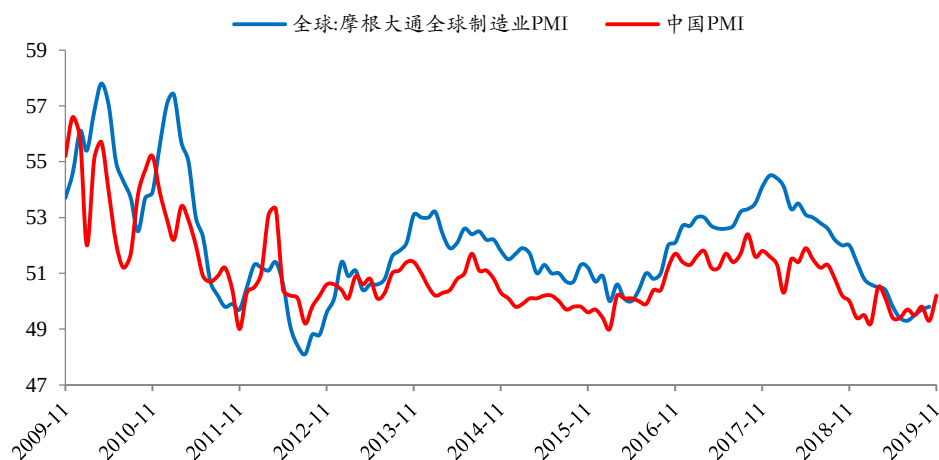
度，新出口订单从二季度开始企稳回升，三季度出口降幅从1%收窄至0.36%。此外，在降息的刺激下，新兴市场出现复苏迹象，全球制造业 PMI 在 2019 年 8-10 月持续回升。美国经济主要依靠消费，新兴市场复苏带对美国的溢出效应可能有限，但是对日本、德国的影响或许会大一些。因此，未来外需可能会好于预期。

图5： PMI 超季节性回升

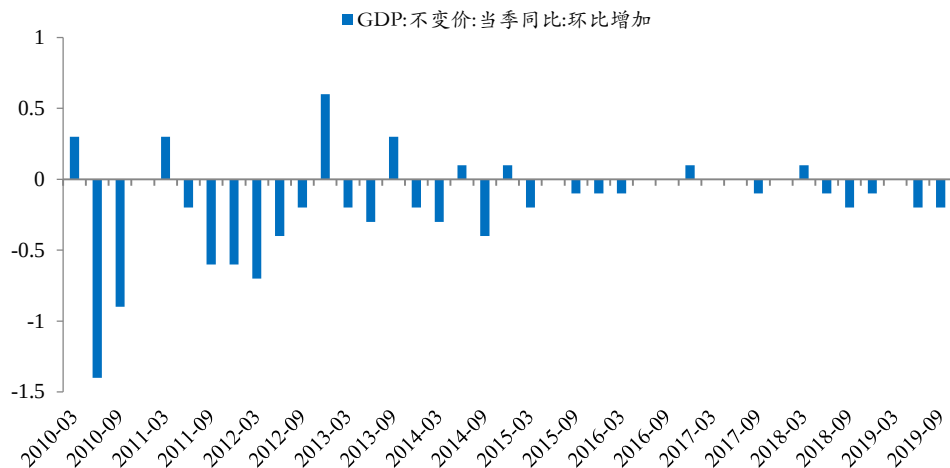


资料来源：Wind，新时代证券研究所

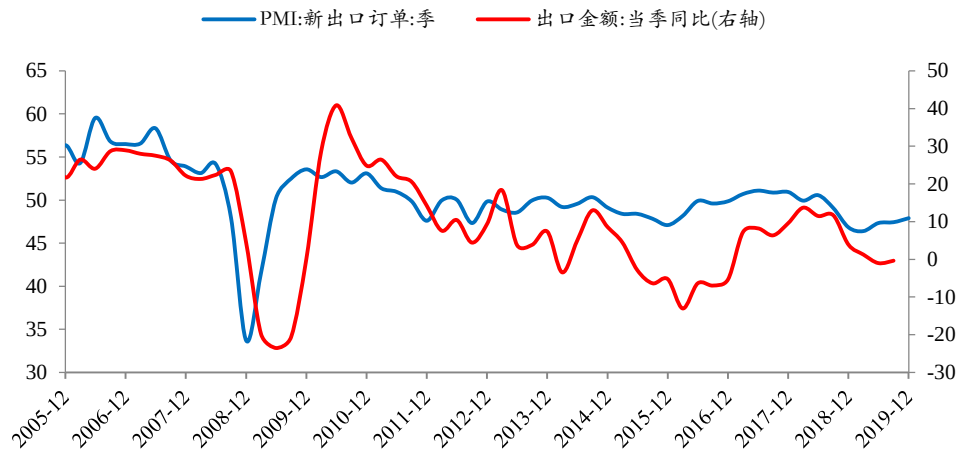
图6： 中国与全球 PMI



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 次贷危机以来，中国出现过经济企稳，但持续时间都不长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 新出口订单指数领先出口当季同比 1 个季度

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： BCI 企业融资环境指数在 40%左右徘徊

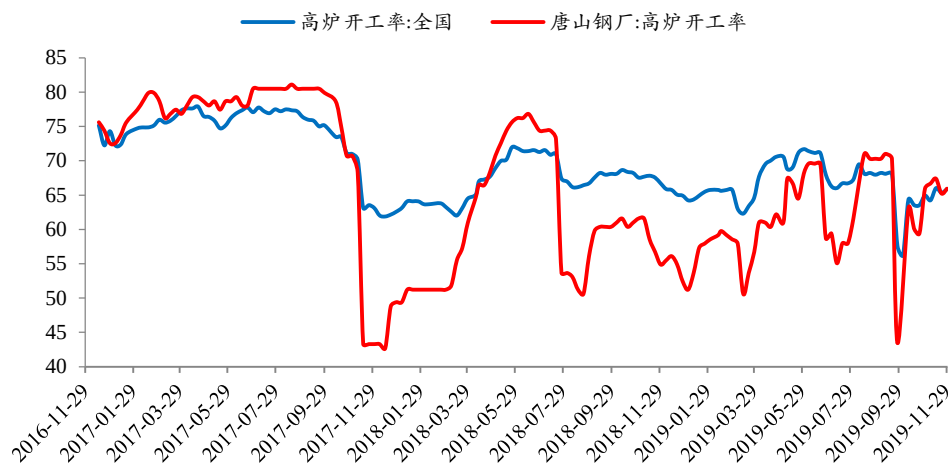
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、一周高频数据观察

3.1、生产指标回升

上周（2019年11月23日-2019年11月29日，下同），主要生产指标回升，唐山高炉开工率回升1.1%至65.94%，带动全国高炉开工率回升0.8%至65.94%；6大发电集团日均耗煤量环比上升7%至65.88万吨。

图10：高炉开工率回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、原油价格下跌

上周，钢材社会库存环比下降2.9%，螺纹钢期货价收跌0.7%。截至11月22日当周，美国EIA原油库存变动实际公布增加157.20万桶，市场预期减少7.88万桶，加上俄罗斯石油部长Novak表示，对于12月5日OPEC+会议中的限产延期议题，他倾向于暂不延期，布油价格一周收跌2.6%，WTI原油价格收跌8.9%。

图11：原油价格下跌（美元/桶）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8718

